
CASH
Domingo 14 de febrero de 1999
Año 9 - N° 461
Suplemento económico de Página/12
La crisis cerró el acceso al financiamiento de las empresas. Este año vencen casi 5500 millones de dólares en títulos de deuda privada
Con la soga al cuello
✓ El derrumbe brasileño obligó a las grandes compañías a buscar fondos en el sistema financiero local.
✓ Consiguen créditos a menores plazos y tasas más altas. Postergan entonces planes de inversión.
✓ Desplazan a las pymes, que se quedan sin crédito local.
✓ Qué hacen los gerentes financieros para capear el temporal.
Flujo de capitales
Por qué y cómo vienen
Por Federico Poli y Miguel Peirano
Enfoque, página 8
Fotomontaje: Alejandro Elías
Entrevista a Gumersindo Alonso, secretario de Agricultura
“Brasil será agresivo con sus exportaciones”
Por Aldo Garzón - Agro, página 7
Medios Automáticos de Pago.
Gane tiempo con los medios automáticos de pago. Y cuénteselo a todos.
BANCO PROVINCIA
El Banco de la Provincia de Buenos Aires

Cuando la deuda aprieta

–Cronograma de vencimientos de capital de obligaciones negociables–

(en millones de dólares)

Sociedad	Primer semestre	Segundo semestre	Total 1999
Mastellone Hnos. S.A.	4,0	–	4,0
Molinos Río de la Plata S.A.	7,5	7,5	15,0
Perkins Argentina	2,3	2,3	4,5
Banco Bisel	–	6,0	6,0
Banco Israelita S.A.	0,9	1,0	1,9
Banco Credicoop Coop. Ltdo.	20,0	20,0	40,0
Banco de Entre Ríos S.A.	2,4	2,4	4,8
Banco de Galicia	525,0	–	525,0
Banco de La Pampa	–	3,5	3,5
Banco de San Juan S.A.	0,2	0,2	0,4
Banco del Suquía	–	8,4	8,4
Banco Israelita de Córdoba	–	6,0	6,0
Banco Liniers Sudamericano	0,2	0,6	0,8
Banco Macro	2,0	4,0	6,0
Banco Mariva	–	5,0	5,0
Banco Mayo	50,0	–	50,0
Banco Quilmes	–	81,0	81,0
Banco Río de la Plata	–	20,0	20,0
Banco Roberts	30,0	–	30,0
Banco Roela	1,0	2,6	3,6
Banco Tornquist	–	11,0	11,0
BUCI	–	20,0	20,0
Bansud	70,0	100,0	170,0
CEI Citicorp	–	185,0	185,0
Citibank	700,0	195,0	895,0
Multicanal S.A.	81,2	31,2	112,5
Telemetrix S.A.	–	0,5	0,5
Construir S.A.	–	2,5	2,5
IRSA Inversiones	50,0	–	50,0
Inforplast S.A.	0,5	0,7	1,1
Sideco Americana S.A.	–	35,0	35,0
Tintas y Barnices S.A.	0,9	0,7	1,5
Em presa Distr. San Luis S.A.	7,5	–	7,5
Hidroe. Piedra del Aguila S.A.	100,0	–	100,0
Hidroe. Alicurá S.A.	170,0	–	170,0
Transener	–	85,0	85,0
Gascart S.A.	10,0	–	10,0
Invergas S.A.	–	100,0	100,0
Metrogas S.A.	60,0	–	60,0
Sodigas Pampeana S.A.	–	150,0	150,0
T. de Gas del Sur	170,0	–	170,0
T. de Gas del Norte	22,2	11,4	33,6
Edit. Sudamericana S.A.	0,3	–	0,3
Morgan S.A.	0,3	0,3	0,6
Comercial del Plata S.A.	50,0	–	50,0
Panam Sociedad Anónima	2,6	2,6	5,1
Pérez Companc S.A.	–	75,0	75,0
Boldt	–	18,0	18,0
Centro Costa Salguero	–	1,5	1,5
IEDID S.A.	–	1,5	1,5
Papelera Tucumán S.A.	–	3,8	3,8
Astra C. Argentina de Pet.	–	100,0	100,0
Bridas	5,1	5,1	10,2
Cía. Gral. de Combustibles S.A.	50,0	–	50,0
YPF S.A.	65,5	65,5	130,9
Droguería Magna	1,3	–	1,3
INDUPA	4,2–	4,2	
Imp. La Patagonia	–	7,5	7,5
Total general	**2.266,8**	**1.379,0**	**3.645,8**

Nota: Este total sólo incluye el capital. El total de los vencimientos de 1999, incluyendo intereses, asciende a 5450 millones de dólares.
Fuente: Fundación Capital.

Por Roberto Navarro

La crisis de Brasil sigue golpeando a la Argentina en sus flancos más débiles. Además del desequilibrio comercial que está provocando entre los dos principales socios del Mercosur, el Efecto Banana volvió a ahuyentar a los inversores extranjeros, dejando prácticamente cerrado el acceso de las empresas argentinas al mercado de capitales internacional. Tal como sucedió en 1995, con el Efecto Tequila, y en las posteriores crisis en el sudeste asiático y en Rusia, el derrumbe brasileño obligó a las grandes compañías a buscar fuentes alternativas de financiamiento, volcándose al sistema financiero local, para cumplir con los compromisos tomados con el exterior en épocas de bonanza. Sólo en Obligaciones Negociables (ON), las empresas deben 21.850 millones de dólares –incluyendo intereses–, de los cuales 5450 millones vencen este año. El mes próximo, Hidroeléctrica Alicurá tendrá que cancelar 170 millones de dólares, e Irsa unos 50 millones. Como los créditos que consiguen en el país son a menores plazos y más altas tasas, las compañías postergan o suspenden sus planes de inversión trasladando, de esa manera, la crisis financiera a la economía real.

Poco más de la mitad de los vencimientos corresponde a bancos (ver cuadro), lo que no deja de ser preocupante dadas las últimas experiencias.

El prestigio de las ON bajó varios peldaños en el último año, cuando miles de inversores perdieron sus ahorros, luego de la caída del Banco Mayo, que debía 100 millones de dólares, y el Banco Patricios, que tenía emisiones por 40 millones. Y, en la última semana, la caída del Banco Israelita de Córdoba, que dejará impagas unas ON por 12 millones de dólares.

> **Tasas:** ***La emisión de deuda (ON) durante el año pasado se caracterizó por una fuerte reducción en los plazos y un importante crecimiento en las tasas de interés.***

Las ON se convirtieron en el principal instrumento de financiación de las grandes empresas en los últimos cinco años, canalizando casi el 90 por ciento de su endeudamiento. Pero ya en 1998 las condiciones de emisión de estos bonos, que cotizan en su mayoría en el exterior, se comenzaron a deteriorar. Según la Fundación Capital, la emisión de ON durante el año pasado se caracterizó por una fuerte reducción en los plazos y un importante crecimiento en las tasas de interés, sobre todo en el último trimestre. En este período, además, las emisiones cayeron a la mitad.

"Hay empresas de primera línea que podrían acceder al mercado de capitales, pero pagando más del 12 por ciento de interés en dólares", explicó a **Cash** Pascual Dicambia, secretario de la Bolsa de Comercio. Y agregó: "Si a eso se suma el nuevo impuesto del 15 por ciento a los intereses pagados al exterior, las ON dejan de ser un buen instrumento de financiación".

La salida que encuentran las empresas para cumplir sus compromisos y seguir financiando su producción es solicitar préstamos de corto plazo en el mercado local, como Commercial Papers, Créditos Puente y Sindicados (ver nota aparte), con vencimientos que rondan entre

Qué estrategias tienen los gerentes financieros

Tienen como alternativa rezar

"Lo peor de estas crisis es que nos hacen trabajar más a los gerentes financieros", confesó a **Cash** Carlos Olivieri, vicepresidente de Finanzas y Control de YPF. La queja es general entre los responsables de mantener estable el flujo de fondos de las empresas. La debacle brasileña, que comenzó en la primera quincena de enero, está complicando el financiamiento de todas las compañías, sin excepción. Desde las denominadas de primera línea, que tienen que caminar un poco más y que, así y todo, terminan convalidando tasas superiores a las que pagaban antes de la devaluación del real. Hasta las que no saben cómo van a hacer para cumplir con los compromisos que se les avecinan.

Varias empresas que tienen vencimientos de ON en los próximos meses, entre ellas Comercial Del Plata, ante la requisitoria de **Cash**, prefirieron no hablar del tema en medio de las negociaciones para refinanciar sus deudas. Otras explicaron sus estrategias.

Transportadora de Gas del Sur (TGS) tuvo suerte. Un mes antes de que se precipitara la crisis en Brasil, el 20 de diciembre, emitió una Obligación Negociable de 200 millones de dólares para cancelar otra ON por el mismo monto, que vencía el 4 de febrero. Martín Dhuart, gerente financiero de la compañía, aseguró a **Cash** que "confía en que la regularidad del flujo de caja de la empresa lo ayude a seguir consiguiendo fondos a una tasa razonable". El 18 de mayo TGS tiene que cancelar otra ON por 200 millones de dólares. "Estamos negociando con el Banco Interamericano de Desarrollo un préstamo para cubrir esa ON y financiar inversiones", explicó Duhart.

Para Hidroeléctrica Alicurá el tema está más complicado. 1998 fue el año más seco desde que se tienen registros confiables (hace 56 años). Ricardo Falabella, presidente de la empresa, atendió a **Cash** en un rato que se hizo entre reunión y reunión. "Desde que comenzó lo de Brasil que estamos trabajando intensamente para buscar la mejor manera de cumplir con la ON que vence el 15 de marzo por 170 millones de dólares, ya que renovarla es imposible. La idea es conseguir un crédito puente hasta que pase la crisis, pero, además, tenemos que obtener fondos extras, porque las características de la empresa hacen que no se puedan postergar inversiones en mantenimiento", señaló Falabella.



A pesar de quejarse del aumento del trabajo, el vicepresidente de Finanzas de YPF reconoce que la petrolera tiene una posición de privilegio en el mercado financiero. "La empresa tiene activos en el exterior por más de 2500 millones de dólares y exportaciones por 1300 millones", subrayó Olivieri. "Esta posición nos permite conseguir fondos a tasas sensiblemente menores a las que pagan otras compañías del país. En enero emitimos dos Comercial Papers por un total de 25 millones de dólares al 7,5 por ciento anual", completó. De todas maneras, Olivieri aceptó que tampoco YPF está consiguiendo financiarse a largo plazo.

Los problemas de financiamiento de las empresas, en general, terminan trasladándose a los consumidores. Es el caso de la automotriz Ford que, a dos semanas de comenzada la crisis, cambió sus planes de financiación para la venta de autos. "La tasa de interés que nos piden los bancos locales pasó del 10 al 15,7 por ciento en pocos días", comentó a **Cash** Rodolfo Ceretti, director de Relaciones Institucionales de la compañía. Las altas tasas y la escasez del crédito nos llevaron a retocar las condiciones que les brindamos a nuestros clientes. Redujimos los plazos de 36 a 24 cuotas en el plan "Interés 0" y subimos el interés del 8 al 10 por ciento en el plan 20 y 20", agregó Ceretti.

Horacio Tomassini, gerente de Finanzas de Acindar, dejó clara su posición: "La prioridad de la empresa en este momento es primero la caja y después la caja, el resto puede esperar", aseguró el ejecutivo a **Cash**. "Estamos postergando nuestro plan de inversiones porque sabemos que por este año el mercado de capitales seguirá cerrado. Nos ofrecieron otras opciones que vamos a analizar. Una podría ser una operación securitizada con cuentas a cobrar o con exportaciones", completó.

los 100 y los 180 días y tasas que llegan hasta el 15 por ciento anual, esperando que pase la tormenta, para poder volver al mercado de capitales internacional. Pero los empresarios se niegan a utilizar este tipo de instrumentos, con plazos tan exiguos y altos intereses, para financiar planes de inversión que, en muchos casos, terminan siendo postergados o suspendidos. La consecuencia es un inmediato deterioro en el nivel de actividad económica.

Golpe a las pymes

El corrimiento de las grandes compañías hacia el mercado financiero doméstico produce dos efectos inmediatos: el alza de las tasas de interés (por la presión de la demanda), que afecta al consumo, porque desincentiva a la gente a financiar sus compras mediante tarjetas y otros instrumentos crediticios, y el desplazamiento de las pequeñas y medianas empresas que, de un plumazo, se quedan sin crédito. Las entidades financieras prefieren prestarles el dinero a las grandes compañías antes que a las pymes, a las que consideran más vulnerables. "En todas las crisis, el primer golpe a las pymes se lo dan los bancos, cortando los instrumentos de crédito más usados por estas empresas, que son los descubiertos en cuenta corriente, la venta de facturas y los cambios de cheques", explicó a **Cash** César Tortorella, presidente de la CGE, entidad que agrupa a pequeños y medianos empresarios. Y agregó: "El segundo golpe se lo dan las grandes empresas que, cuando se ven en aprietos financieros, postergan los pagos a sus proveedores más débiles, que son precisamente las pequeñas empresas".

Las pymes mejor calificadas se están financiando al 20 por ciento

> **Pymes:** *El corrimiento de las grandes compañías hacia el mercado financiero doméstico produce el esplazamiento de las pymes, que se quedan sin crédito.*

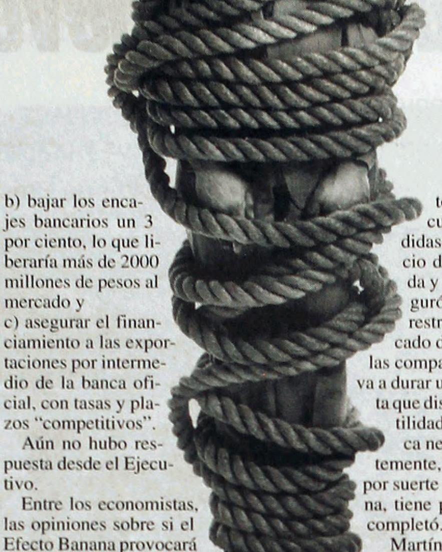
anual, 5 puntos por arriba de la tasa que pagaban hace un mes; luego vienen las que sólo cuentan con el descubierto en cuenta corriente, que padecen intereses de hasta el 48 por ciento. Los más débiles de este segundo grupo fueron empujados –por el corrimiento que empezó con las empresas grandes– hacia afuera del sistema formal. Y hoy se financian vendiendo cheques a más del 100 por ciento anual en las *cuevas* del mercado informal.

La secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa, Ana Kessler, le presentó al presidente de la Nación dos proyectos de financiamiento para pymes. Uno de ellos consiste en reasignar escasos tres millones de pesos, de los veinte que estaban destinados a empresas que sufrieron las inundaciones del año pasado (y que increíblemente no fueron utilizados), para subsidiar tasas de interés a las pymes. La otra propuesta de la secretaria consiste en crear un fondo de garantía, como el Fogaba que existe en la provincia de Buenos Aires, para avalar el financiamiento de microemprendimientos.

En terapia

La Unión Industrial le reclamó al Gobierno una serie de medidas de carácter "transitorio" para paliar el problema financiero de las empresas mientras dure la crisis brasileña. Las principales son:

a) posponer la vigencia del impuesto sobre los intereses de los créditos tomados en el exterior, que rige desde el 1° de enero;



b) bajar los encajes bancarios un 3 por ciento, lo que liberaría más de 2000 millones de pesos al mercado y

c) asegurar el financiamiento a las exportaciones por intermedio de la banca oficial, con tasas y plazos "competitivos".

Aún no hubo respuesta desde el Ejecutivo.

Entre los economistas, las opiniones sobre si el Efecto Banana provocará sólo un perjuicio transitorio o dejará secuelas están divididas: Luis Seco, socio del Estudio Broda y Asociados, aseguró a **Cash** que "la restricción del mercado de capitales para las compañías nacionales va a durar unos meses, hasta que disminuya la volatilidad. El capital busca negocios constantemente, y el mercado, por suerte para la Argentina, tiene poca memoria", completó.

Martín Redrado, de la Fundación Capital, no es tan optimista: "Los que creen que cuando termine la crisis brasileña todo vuelve a la normalidad se equivocan", sentenció el economista. "Aquí hay un cambio estructural en el financiamiento de las economías emergentes, en las que los inversores internacionales perdieron mucha plata en los últimos años. De ahora en más, el financiamiento externo va a ser reducido y selectivo. Sólo para los sectores de alta rentabilidad, como servicios, alta tecnología y las empresas privatizadas", completó Redrado.

Según estimaciones del Estudio Broda, el 86 por ciento de la actividad económica del país se financia mediante créditos bancarios porque carece de un mercado de capitales nacionales desarrollado y por la poca disposición de los empresarios a financiarse abriendo su capital mediante la emisión de acciones que coticen en Bolsa. El dato acercado por Broda confirma que si se dilata la crisis brasileña o si el pronóstico pesimista de Martín Redrado se confirma, el impacto negativo sobre la actividad económica, y en consecuencia sobre el mercado laboral, será fuerte y doloroso.



Evolución de las condiciones de financiamiento privado

Colocaciones de corto plazo

1997	1 trim	2 trim	3 trim	4 trim	total
Cantidad	8	10	9	9	36
Monto	145	234	396	303	1078
Plazo promedio	12	6	6	6	

1998	1 trim	2 trim	3 trim	4 trim	total
Cantidad	22	13	24	13	72
Monto	1135	480	936	870	3421
Plazo promedio	7	5	6	3	

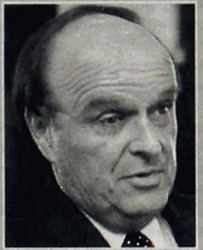
Colocaciones de largo plazo

1997	1 trim	2 trim	3 trim	4 trim	total
Cantidad	14	25	22	24	85
Monto	1766	1939	3187	454	7346
Plazo promedio	93	67	83	54	
Tasa de interés promedio	9,7	8,4	7,8	7,2	

1998	1 trim	2 trim	3 trim	4 trim	total
Cantidad	20	28	13	11	72
Monto	1275	2668	1565	781	6289
Plazo promedio	62	89	46	51	
Tasa de interés promedio	8,3	9,1	7,5	10,2	

Nota: Los montos están expresados en millones de dólares. Los plazos están expresados en meses.
Fuente: Fundación Capital.

Quejas y propuestas para desatar la soga



"No hay créditos para competir"

José Ignacio De Mendiguren, secretario de la Unión Industrial Argentina.

–¿Qué pasó con el financiamiento de las empresas a partir de la crisis en Brasil?

–Cada nueva crisis es otra vuelta de tuerca en la disminución de la competitividad y la rentabilidad de las empresas. No sólo por la restricción del crédito internacional. También porque la inacción del Gobierno frente a la actual situación deja en un estado de vulnerabilidad a las empresas a las que los bancos prefieren no prestarles.

–¿Todas las empresas están en la misma situación o los bancos discriminan por sectores?

–Los bancos les prestan a las empresas privatizadas, que tienen la rentabilidad asegurada; a las grandes empresas; al Estado; y a las provincias contra garantía de coparticipación. El resto del dinero lo invierten en financiar el consumo. La mayoría del sector productivo no tiene financiamiento que le permita competir.

–¿Qué podría hacer el Gobierno para cambiar esa situación?

–Nosotros propusimos que se bajen los encajes para generar liquidez. Están en el 27 por ciento y la ley exige sólo el 20. Se negaron en el Gobierno, pero también se negaron los bancos, porque esa inmovilización es remunerada. Además, se deberían utilizar los fondos de YPF y del Banco Hipotecario para instrumentar líneas de financiamiento subsidiadas para las pymes.

–¿El Gobierno prioriza al sector financiero frente a la industria?

–Sin ninguna duda. Cuando se trabajó en fortalecer al sector financiero, nosotros estuvimos de acuerdo. Pero ahora debería ser el momento de la industria. Una pyme argentina paga el dinero 40 por ciento y una norteamericana un 8 por ciento. Así es imposible competir. Pero contra el lobby financiero no se puede. Cuando salió la factura de crédito, que era un instrumento útil para las pymes, la voltearon. Ahora parece que van a conseguir hacer ejecutivo el resumen de las tarjetas de crédito. Indudablemente, este Gobierno ya eligió.



"Tasas y plazos inconvenientes"

Martín Redrado, director de Fundación Capital

–¿Qué secuelas va a dejar la crisis brasileña para el financiamiento de las empresas?

–Va a haber un efecto importante. Los inversores saben que desde 1990 a la fecha la relación de rentabilidad entre los mercados desarrollados y los emergentes fue de 4 a 1. Y no van a querer seguir perdiendo. De aquí en más habrá crédito para las empresas privatizadas, las que tienen un flujo de fondos asegurado, como las transportadoras de gas, las empresas de entretenimiento y algunos servicios.

–¿Cómo se van a financiar el resto de las empresas?

–El sistema financiero local está cubriendo las necesidades de crédito de las empresas con distintos instrumentos, como Commercial Papers y Préstamos Sindicados. Pero ni las tasas ni los plazos son los más convenientes. Sería deseable que se desarrollara el mercado de capitales nacional, para cubrir el espacio que antes ocupaban los inversores extranjeros.

–¿Quiénes y cómo lo tienen que desarrollar?

–En el país hay disponible una gran masa de capitales que puede reorientarse. Los fondos de pensión tienen en total más de 10 mil millones de pesos. Y los fondos comunes de inversión casi 8 mil millones. Los bancos y los intermediarios deben convertirse en hacedores de mercado. Tienen que conseguir que los bonos privados tengan la misma liquidez que los emitidos por el Estado. Es decir, que coticen todos los días. De esa manera los inversores institucionales se van a interesar en ellos.

–¿Piensa que es posible que ocurra en un futuro inmediato?

–Es difícil. Los bancos que actúan en el país están acostumbrados a basar su rentabilidad en los servicios y los créditos, principalmente orientados al consumo. Para una entidad financiera es más rentable darle un crédito a Comercial del Plata, cobrándole comisión e interés, que emitir un bono y generar un mercado líquido para que sea atractivo para los inversores. Tiene que haber un cambio importante en el enfoque estratégico de los bancos para que se ocupen de estos temas.

BRASIL

El impacto de la crisis en las franquicias

Barajar y dar de nuevo

Por Hebe Schmidt

Las franquicias definen estrategias. Expansión, recortes de inversiones y políticas para aprovechar la ventaja de estar en Brasil.



Si bien el Efecto Banana se hace sentir en las empresas brasileñas y argentinas que desembarcaron a ambos lados de la frontera a través del sistema de franquicias, todas apuestan a seguir expandiéndose y a incrementar sus inversiones. "Lo cierto es que la potencialidad del mercado brasileño, tanto por sus dimensiones como por las oportunidades que presenta, no pasa desapercibida para las compañías locales", explicó a *Cash* Jorge Bliman, de Franchising Advisors, una de las consultoras locales líderes en el desarrollo de franquicias.

> **Sectores:** *El grado de exposición sectorial muestra que el rubro textil y de calzado –donde hay muchas franquicias– está entre los más vulnerables.*

La heladería Massera desembarcó en Brasil a principios del '96. Hoy tiene tres franquicias y una cadena propia de distribución de helados que cubre en San Pablo el segmento de supermercados y mayoristas. En el resto del país tercerizó la red de distribución. A raíz de la crisis brasileña Massera optó por abrir su propia fábrica en el país vecino con una inversión de 1 millón de dólares. "Esta iniciativa nos permite enfrentar la crisis con otras expectativas", señaló Roberto López, gerente general de la empresa. "Allí fabricamos el 35 por ciento del volumen total comercializado en Brasil. En la Argentina producimos 18 millones de litros de helados por año. Estamos analizando la posibilidad de ampliar la fabricación en Brasil e importar el producto a la Argentina. El mercado brasileño es gigante y nuestros productos tienen éxito entre sus consumidores", agregó. En tanto, el Exxel Group estudia el desembarco en Brasil, durante los próximos meses, de Havanna.

El grado de exposición sectorial demuestra que el rubro textil y de calzado –donde hay una importante actividad de las franquicias– está entre los más vulnerables, con un 60,8 por ciento de sus exportaciones dirigidas a Brasil. "Es probable que la devaluación del real invierta los términos de intercambio a favor de Brasil y se produzca la temida avalancha de productos hacia la Argentina, en la que se anotarán varias franquicias", estimó Bliman. "La crisis de Brasil se hace sentir y afectará las ventas de todo el sector minorista dentro del cual se desenvuelven las franquicias", apuntó.

Las textiles Vitamina y John L. Cook, agrupadas por la local Compañía Indumentaria S.A. (CISA, que pertenece en un 50 por ciento al grupo de Santiago Soldati) también operan en el mercado brasileño. "Estamos expectantes. Conquistar el mercado brasileño, donde ya tenemos fuerte presencia, es un claro objetivo de nuestra compañía. Allí, operamos tres locales propios (anteriormente franquiciados) y tenemos una cartera de 44 clientes multimarca que importan y venden nuestros productos argentinos y parte de los fabricados en Brasil. Aunque hoy por hoy es más conveniente producir en Brasil e importar hacia la Argentina, vamos a respetar nuestras otras unidades productivas –Chile, Uruguay y Argentina–. Si bien las exportaciones están un poco demoradas, en semanas más comenzaremos a enviar nuestra colección de invierno '99 hacia Brasil", explicó a *Cash* Claudio Drescher, máximo ejecutivo de la firma.

Fisk S.A. es una empresa de origen brasileño que ofrece capacitación en inglés. Opera en la Argentina (con 52 franquicias otorgadas) desde hace 12 años y en Brasil hace 40. "Nuestra empresa invierte cerca de 300 mil pesos anuales en materia de publicidad. Partida asignada por nuestra casa matriz, ubicada en Brasil, donde operan otras 550 franquicias de la firma. La crisis brasileña puede incidir en el recorte o asignación de la misma. Si esto sucede, redundaría en la imposición transitoria de un pool publicitario a nuestros franquiciantes, quienes, a la vez, podrían descargarlo a través de un incremento en el valor de los cursos a sus respectivos alumnos y esto no nos favorece para nada", apuntó Miriam Bedoya, administradora general de la firma local.

La economía real

Por Jorge Schvarzer

La economía argentina tuvo siempre elevado grado de vulnerabilidad externa. La dependencia de sus exportaciones de materias primas respecto a la evolución de los precios en el mercado mundial, la escasez de reservas, la presión de la deuda en divisas, fueron factores condicionantes de los ciclos productivos internos en toda su historia y, especialmente, en las décadas del 50 al 80. Esos factores, juntos o combinados, generaron fenómenos definidos como de *stop and go*: la producción local caía cuando esos impactos eran negativos y retomaba su marcha cuando la restricción externa se aflojaba por alguna razón. Aun así, el país tuvo un extenso período (en términos de su experiencia moderna) de avance continuado: de 1963 a 1974 la economía creció de modo sistemático, y se fortaleció un nuevo sector fabril que caracterizó la marcha del sistema, pese a los inconvenientes externos.

Vulnerabilidad externa

Nunca como ahora

Luego ocurrió un largo período de crisis e inflación, generado por la política del equipo económico del gobierno militar, con relativo estancamiento (o caída) del producto hasta el lanzamiento del Plan de Convertibilidad. Con éste, pareció que la situación había cambiado y que el país podía asistir a una nueva expansión de su actividad productiva, sin inflación. La estabilidad de precios se mantuvo y ese dato es decisivo. Pero no ocurrió lo mismo con la producción, que volvió a sufrir los impactos de la vulnerabilidad externa.

Los primeros tres años del Plan fueron de crecimiento, gracias a la situación local, pero también a los buenos precios internacionales de las materias primas que el país exporta y a la menor presión de la deuda (Plan Brady e ingresos de capitales externos mediante). Pero ya a fines de 1994, luego de apenas tres años de tendencia positiva del ciclo, la crisis mexicana generó un impacto muy negativo, por el lado del equilibrio externo, y una brusca caída del producto. La crisis fue superada en poco más de un año y en 1966 ya se retornó a un camino de recuperación pero, éste, de nuevo, duró poco. La crisis asiática, a mediados de 1997, volvió a poner una fuerte restricción sobre el producto local, que sigue hasta ahora; es que uno de los efectos de esa crisis consistió en una brutal caída de los precios de las materias primas (incluyendo el petróleo) que afectó intensamente nuestras exportaciones y, no menos importante, la rentabilidad de los productores locales.

Muchos esperaban que la situación pudiera capearse, hasta que el estallido de una nueva crisis, ahora en Brasil, volvió a generar un impacto negativo sobre el ciclo local de actividad que ya se nota desde fines del año pasado. Brasil es un comprador decisivo de muchos de nuestros productos, cuya demanda cae debido a la recesión. Además, es un importante competidor en diversas ramas que va a multiplicar su presión sobre los oferentes locales gracias a la elevada competitividad que le otorga la devaluación del real.

La moraleja es clara. La Argentina experimenta una vulnerabilidad externa (que se "gatilla" con crisis en México, en Asia, en los mercados financieros y de bienes, o en Brasil) como no la tuvo nunca, pese a su larga historia de *dependencia* de esos factores. Debido a ello, el ciclo productivo es más breve y más intenso que antes, con caídas de magnitud en los momentos de crisis, que se pueden compensar en las recuperaciones siguientes. Pasada la euforia de la estabilidad de precios, se debe reconocer que este problema debe ser encarado con algo más que medidas monetarias si se quiere asegurar que el país crezca, única forma de asegurar empleo para todos.

Martín Abeles (*)

Telecom y Telefónica registraron márgenes de ganancia significativamente superiores a los obtenidos por las principales operadoras del servicio a escala internacional durante la década del '90. Entre 1991 y 1996, antes de instrumentarse el rebalanceo tarifario, el margen de rentabilidad sobre ventas de las empresas telefónicas (14,6 por ciento) casi **triplicó** el registrado, en promedio, para el conjunto de las diez operadoras de telecomunicaciones más grandes del mundo (5,4 por ciento).

Tales márgenes no resultan, por cierto, *razonables* en los términos dispuestos por el propio marco regulatorio de la actividad, que establecía que, luego de privatizada ENTel, las tarifas debían ser ajustadas "a un nivel adecuado para proporcionar a un Operador eficiente una **tasa de retorno razonable** sobre los Activos Fijos sujetos a explotación" (Decreto 62/90). De las principales cláusulas tarifarias incluidas en el marco original, así como sus posteriores modificaciones, se comprende cómo, en contraposición con lo dispuesto inicialmente por la normativa, la política de regulación tarifaria tendió a garantizar ganancias

Las telefónicas t

Así ha

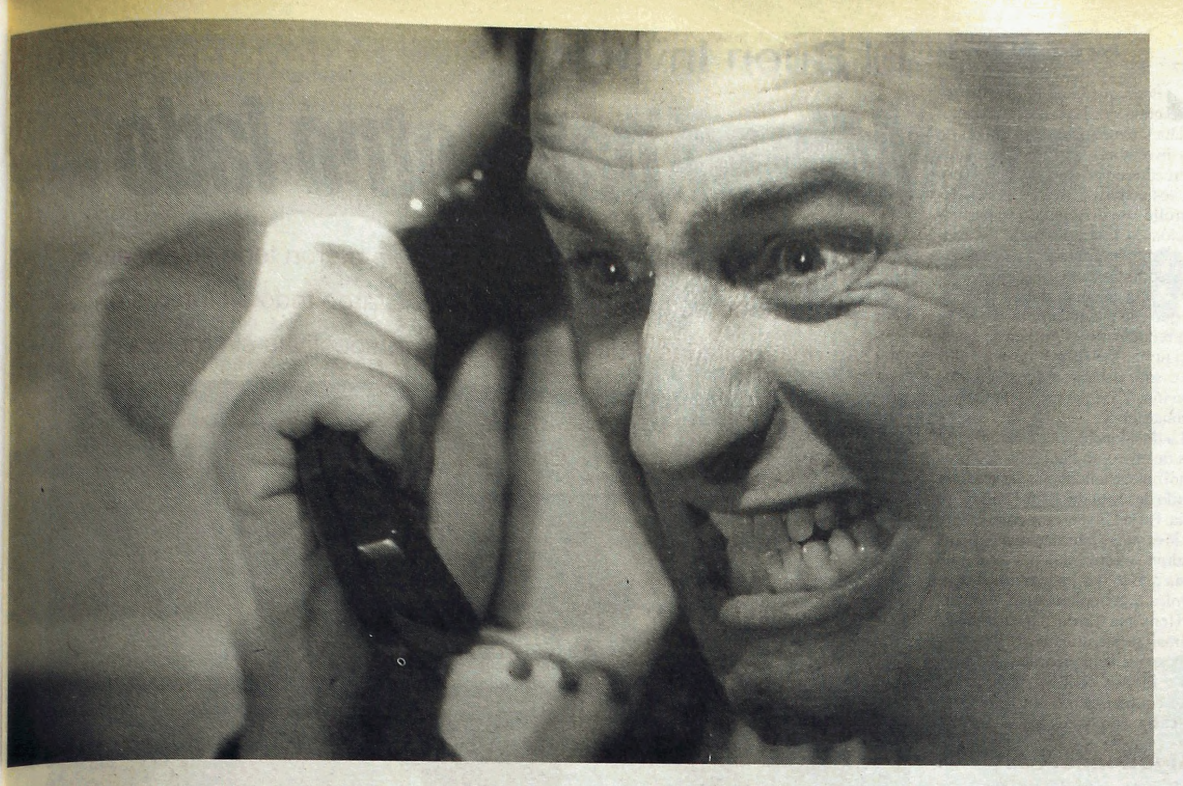
extraordinarias –no *razonables*– a las telefónicas.

En primer lugar, hay que destacar el incremento en el valor del pulso telefónico implementado durante la gestión de María Julia Alsogaray al frente de ENTel: entre diciembre de 1989 y noviembre de 1990, fecha en la que se transfiere la compañía estatal al sector privado, **el valor del pulso telefónico aumentó más de ocho veces**, al pasar de 0,47 a 3,81 centavos de dólar.

> **Tarifas:** *El pago de una canasta típica de consumo telefónico en la Argentina supera lo abonado en los 25 países de la OCDE, con la excepción de Turquía.*

A su vez, durante el período posprivatización se sucedieron diversos cambios en la normativa que tendieron también a favorecer a las telefónicas. Entre estas modificaciones se destaca la establecida a finales de 1991 (Decreto 2585/91), cuando se dispone que el valor del pulso telefónico quede expresado en dólares, pasando a ajustarse semestralmente según la evolución del índice de precios al consumidor de Estados Unidos. De esta forma fue posible sortear el obstáculo que supuso la sanción de la Ley de Convertibilidad, que prohibía explícitamente la aplicación de toda cláusula de ajuste periódico de precios.

Dada la trascendencia que en los últimos tiempos se le asigna al tema de la seguridad jurídica, resulta notorio cómo, mediante un decreto del Poder Ejecutivo, se establece una cláusula indexatoria que contradice lo dispuesto por un instrumento jurídico de jerarquía superior (como es la Ley de Convertibilidad). Más allá del *seguro de*



TELEFONOS

enen margen de ganancias espectaculares

ace negocios cualquiera

cambio que supuso, para las telefónicas, la dolarización de las tarifas, su indexación en función de la inflación norteamericana implicó que en los últimos años las tarifas aumentaran mientras en la Argentina se mantenía inalterado –o, incluso, disminuía– el nivel general de precios.

De allí que no resulte sorprendente que las comparaciones internacionales de tarifas sitúen en un lugar tan desfavorable a los usuarios argentinos del servicio respecto de los de otros países del mundo. En función del producto bruto interno per cápita, lo pagado por una *canasta* típica de consumo telefónico en la Argentina supera a lo abonado en los 25 países de la OCDE, con la excepción de Turquía.

Al margen de toda consideración acerca del controvertido rebalanceo tarifario (que implicó, en febrero de 1997, un incremento de aproximadamente 16 por ciento en la tarifa promedio), estas cláusulas de ajuste periódico de precios tendieron a garantizar un nulo riesgo empresario, así como, fundamentalmente, la obtención de elevadísimos márgenes de rentabilidad.

En función de lo anterior –tan solo una muestra de las *particularidades* regulatorias del sector– resulta más claro qué concepción singular de *seguridad jurídica* se ha ido asentando en la Argentina de

Tarifas dolarizadas, ajustadas por la evolución de precios de EE.UU. y el rebalanceo han sido cambios a la normativa original que permitieron abultadas utilidades. La rentabilidad triplica a la de los diez operadores más grandes del mundo.

los '90: las recurrentes modificaciones regulatorias –no sólo en el campo de las telecomunicaciones– e, incluso, las contravenciones a la ley, no parecerían atentar contra la seguridad jurídica cuando éstas benefician a los grandes holdings empresarios.

El grupo Pérez Companc estaría por concretar la venta de su participación accionaria en Telecom, operación que rondaría los 600 millones de dólares, monto significativamente superior a los 112 millones invertidos por el holding al decidirse a integrar –con una participación del 25 por ciento– el consorcio controlante de Telecom (Nortel). Sin considerar las utilidades acumuladas desde entonces (cuya magnitud permitió, tanto a los propietarios de Telecom como de Telefónica, la recuperación de su inversión inicial en poco menos de cuatro años), el grupo Pérez Companc realizaría, con la venta de dicha participación en Telecom, una ganancia de capital de unos 500 millones.

No muy diferentes han sido los casos de la Sociedad Comercial del Plata y del grupo Techint, que integraron originalmente el consorcio controlante de Telefónica de Argentina (Cointel). El grupo de Soldati, habiendo desembolsado 18 millones por el 5,2 por ciento de Cointel, vendió en 1993 su participación por 85 millones. Techint, que invirtió aproximadamente 43 millones en el 8,3 por ciento del mismo consorcio, vendió su participación por 240 millones en 1997.

Resulta evidente que, más allá del incremento en la eficiencia de Telecom y Telefónica (incremento no reflejado en disminuciones tarifarias), semejante valorización de sus activos se ha sustentado, en gran medida, en la ausencia de riesgo –o la garantía de elevadas rentabilidades– que supone para estas empresas la posibilidad de **adecuar permanentemente la normativa a sus intereses**.

Cabría preguntarse, entonces, qué proporción de, por ejemplo, los 600 millones de dólares que reportaría a Pérez Companc la venta de su participación en Telecom corresponden a este singular *activo intangible*, derivado de la particular noción de *seguridad jurídica*:

Riesgo: ***Cláusulas de ajuste periódico de precios tendieron a garantizar un nulo riesgo empresario, así como la obtención de elevadísimos márgenes de rentabilidad.***

la de ganancias extraordinarias aseguradas –vía normativa– para los grandes holdings.

Esta situación se manifiesta también en la mayoría de los servicios públicos privatizados. ¿Qué plantean las distintas opciones políticas que se disputan la sucesión presidencial de 1999 respecto a la relación entre el Estado y los principales grupos económicos que operan en el país?

(*) Investigador de FLACSO.

El Buen Inversor

Miran para otro lado

Los denominados mercados emergentes perdieron todo su atractivo para los inversores extranjeros, que depositaron todo su interés en las plazas desarrolladas. Pocos negocios y perspectivas sin mejoras.

Por Claudio Zlotnik

Poco queda de lo que fue alguna vez. La crisis internacional ha ido menguando el interés de los inversores extranjeros en los mercados emergentes y, poco a poco, los activos de los países en desarrollo han disminuido su participación en las carteras de los fondos estadounidenses y europeos. Ese comportamiento de los *brokers*, cada vez más intenso a medida que fue avanzando la crisis, ha ido reduciendo el giro en la plaza argentina. Del boom de hace dos años sólo quedan recuerdos y desilusión. Y las perspectivas no son alentadoras.

La devaluación del real a mediados de enero no hizo más que profundizar esa tendencia que se venía dando desde el inicio de la crisis en Asia. En la City, el consenso es que los inversores internacionales mantendrán su reticencia por lo menos hasta que se defina la política económica que implementará Fernando Henrique Cardoso para rescatar a Brasil de su atolladero.

Después de las pérdidas que bancos y fondos de inversión extranjeros contabilizaron por la debacle en Rusia, son pocos los que se dejan tentar con los deprimidos valores de los activos argentinos. Con Brasil sostenido entre algodones temen que se repita la historia.

> **Algodones:** ***Con las pérdidas por la caída rusa, pocos se tientan con los deprimidos activos argentinos. Con Brasil entre algodones temen repetir la historia.***



Marcos Adandia

Atrás quedó el boom pos Tequila, cuando los fondos de inversión se subieron al carro de la expansión económica y apostaban fuerte en el recinto local. En cambio, ahora, los *administradores* de esos mismos fondos no quieren colocar al menos unas monedas en la rueda sabiendo de antemano que la economía no crecerá este año, además de que es una incógnita el impacto que tendrá la crisis brasileña en el sector productivo. De hecho, el volumen de negocios se encuentra en sus mínimos históricos.

Prueba del desinterés son los datos que acaba de publicar en Londres el Instituto Internacional de Finanzas (IIF). El flujo de capitales privados hacia los países emergentes será este año de 140 mil millones de dólares, por debajo de los 150 mil millones del '98 y a los 260 mil millones de hace dos años. Del total previsto para este año, América latina recepcionará algo más de la tercera parte: 54 mil millones, la mitad de lo recibido en 1997.

Durante el año pasado, la inversión extranjera en las bolsas latinoamericanas resultó de apenas la décima parte de lo que había sido en 1997: 2400 millones contra 24 mil millones de dólares. En el '96, en pleno auge, el flujo de inversiones bursátiles había trepado a los 35.700 millones. Con Brasil a los tumbos no hay motivos para pensar en una recuperación para 1999: en los primeros dos meses del año, los volúmenes en el recinto están estancados en mínimos desde el Tequila y los negocios se restringen a los papeles de las empresas más grandes.

En reemplazo de los mercados emergentes, como el argentino, los *brokers* despliegan su poderío por el primer mundo. Esa es una explicación al continuo avance de Wall Street que, contra todos los pronósticos, sigue su curso ascendente.

Reservas

Saldos al 10/02
(en millones)

	en u$s
Oro y divisas	24.652
Títulos	1.670
Total reservas BCRA	26.322
	en $
Circulación Monetaria	15.221

Nota: La circulación monetaria es el dinero que está en poder del público y en los bancos. Las reservas están contabilizadas a nivel de mercado.

Fuente: Banco Central.

Tasas

	VIERNES 05/02 en $	VIERNES 05/02 en u$s	VIERNES 12/02 en $	VIERNES 12/02 en u$s
	% anual		% anual	
Plazo Fijo a 30 días	9,3	7,2	8,0	6,8
Plazo Fijo a 60 días	8,3	7,1	9,1	6,8
Caja de Ahorro	2,9	2,4	2,9	2,4
Call Money	7,0	6,0	7,0	6,0

Nota: Todos los valores son promedios de mercado.
Fuente: Banco Central.

Acciones

	PRECIO (en pesos)		VARIACION (en porcentaje)		
	Viernes 05/02	Viernes 12/02	Semanal	Mensual	Anual
Acindar	0,910	0,860	-5,5	1,2	-28,0
Alpargatas	0,114	0,103	-9,6	4,0	-18,9
Astra	1,290	1,250	-3,1	2,5	5,9
Banco Río	4,970	4,720	-5,0	7,3	-24,5
Comercial del Plata	0,640	0,595	-7,0	0,9	-15,6
Siderar	1,500	1,560	4,0	7,6	-41,1
Siderca	0,935	0,895	-4,3	1,7	-21,5
Banco Francés	5,710	5,670	-0,7	9,0	-20,1
Banco Galicia	3,210	3,300	2,8	14,6	-25,0
Indupa	0,505	0,460	-8,9	-1,1	-29,2
Irsa	2,322	2,350	1,2	1,3	-14,2
Molinos	1,720	1,800	4,7	5,9	-23,4
Peréz Compac	4,341	4,260	-1,9	4,5	0,7
Renault	0,965	1,050	8,8	10,5	-16,7
Sevel	0,320	0,335	4,7	6,4	-24,7
Telefónica	2,720	2,840	4,4	14,5	-0,4
Telecom	5,170	5,360	3,7	11,9	-5,1
YPF	31,500	29,600	-6,0	-6,6	5,9
Indice Merval	394,440	387,380	-1,8	4,2	-9,9
Indice General	16.603,860	16.500,090	-0,6	4,0	-5,2

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Me juego

Agustín Mackinlay
Consultor financiero del Banco Privado de Inversiones

Brasil:
Todavía no encontró la salida a la crisis. El camino que eligió es erróneo, con tasas de interés elevadas y aumento de impuestos. Si Brasil no encara el ajuste fiscal vía privatización de Petrobrás y del Banco do Brasil, garantizando la recompra de deuda interna, no tiene posibilidad de salir.

Futuro del real:
La pausa que le dio el mercado es ficticia y será efímera. Yo espero que el real continúe su desvalorización. Los inversores están esperando medidas fuertes, pero hasta ahora Brasil no dio señales de que vaya a anunciarlas. De seguir así, el real volverá a superar la barrera de 2,1 unidades por dólar y retornarán las inquietudes.

Impacto en la Argentina:
Sigue la incertidumbre en el mercado. Pero también es cierto que la prima de riesgo argentina es menor a la brasileña, lo que supone que los inversores han comenzado a diferenciarnos aunque si la crisis en Brasil se agrava, los bonos argentinos se resentirán. El panorama de las acciones es más complicado debido a las menores ganancias de las compañías.

Burbuja del Dow:
No creo que Wall Street esté en medio de una burbuja. Sin embargo, puede haber correcciones en los precios de las acciones debido a las continuas alzas de los últimos tiempos. Pero eso no significa que el mercado vaya hacia fuertes caídas. El mercado estadounidense es sano.

Recomendación:
Me gustan los bonos porque considero que el riesgo Argentina está sobreestimado y, por lo tanto, brindan ahora un rendimiento interesante. En cambio, desaconsejo el mercado accionario.

Dolarización:
Salvo Japón y Corea, el resto de Asia va a seguir con problemas. Por eso, la Argentina debería ir rápidamente hacia una dolarización para ligarse definitivamente al bloque ganador (Estados Unidos y Europa). Esto no necesariamente significaría romper con el Mercosur ya que la Argentina podría liderar la unión entre América del Sur con el Norte.

Inflación

(en porcentaje)

Febrero 1998	-0,2
Marzo	0,6
Abril	0,3
Mayo	-0,1
Junio	0,0
Julio	-0,1
Agosto	0,2
Septiembre	0,3
Octubre	0,0
Noviembre	-0,4
Diciembre	0,0
Enero 1999	0,5

Inflación acumulada últimos 12 meses: 0,5 %

Depósitos

Saldos al 10/02
(en millones)

	en $
Cuenta corriente	7.843
Caja de ahorro	8.140
Plazo fijo	13.716
	en u$s
Cuenta corriente	696
Caja de ahorro	5.434
Plazo fijo	36.830
Total $ + u$s	72.659

Fuente: Banco Central.

Problemas en Alemania y Japón

Eje Berlín-Tokio en apuros

Por Alfredo Grieco y Bavio

La coalición rojiverde, el primer gobierno de izquierda en Alemania después de 16 años demócristianos, cumplió 100 días la semana pasada. Y el mismo lunes, el canciller Gerhard Schroeder se despertó con la primera derrota de su partido: había perdido el estado de Hesse, el más rico del país. La derrota electoral reflejó antes que nada el balance de impotencia e inactividad económica de socialdemócratas y verdes. El martes aparecieron los números: el desempleo había vuelto a subir a 11,5 por ciento.

En la derrota de Hesse el factor central había sido la cerrada oposición de los alemanes nativos a conceder doble nacionalidad a la mitad de los 7,4 millones de extranjeros que viven en Alemania, y a los que sospechan de ser los competidores más desleales en el mercado de trabajo. El mismo martes otra tormenta en cierne estuvo a punto de estallar: 82 mil trabajadores de IG Metall, el sindicato más grande de Europa, mantuvieron sus brazos caídos en 300 plantas en Alemania. Y amenazaron con una huelga de 2,7 millones de sus afiliados para esta semana. La sola perspectiva ya hace peligrar la posición del gobierno en la búsqueda del consenso con los sindicatos y la industria para lograr un frente común contra el desempleo.

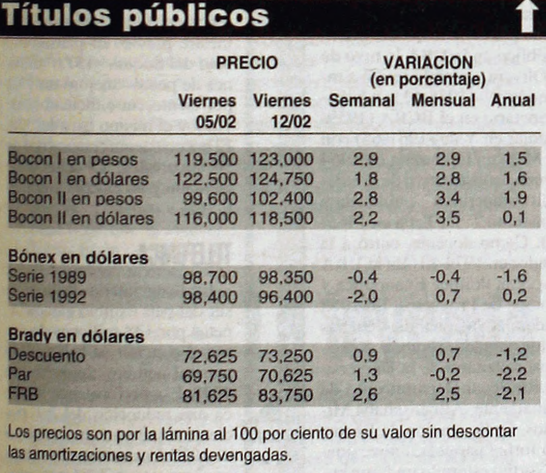

Gerhard Schroeder, canciller alemán.



Si Alemania es la mayor economía europea, Japón es el país del que se esperó desde 1997, hay que decir que en vano, una solución o un tónico para la crisis asiática. Y ahora está presenciando una situación nueva, de precarización del empleo. El mensaje de 1999, repetido desde los libros especializados a las telenovelas, es siempre el mismo: *Vendrá un jefe norteamericano y tu vida cambiará para siempre*. Pilares de la industria como Nissan salieron a buscar inversores extranjeros con desesperación. Y la unión de Citigroup con Nikko, la más celebrada del '98, demostró en lo que va del año que de los 8000 empleados de oficina de Nikko a Citigroup sólo le importaron 400.

Otros dos problemas a mediano plazo que tienen en común Japón y Alemania es la insuficiencia de sus universidades y la falta de innovación tecnológica en sus industrias. De las tres grandes economías exportadoras en el mundo, la imagen clásica de la número tres es el Mercedes o el Volkswagen (cuyas publicidad muestra con orgullo teutón cómo permanece inalterable a pesar del tiempo), piezas espléndidas de la tecnología de los años 30. La imagen clásica de la número dos también son autos, o el walkman Sony y el VCR, estéreos y otros electrónicos, productos de los 70 difundidos con un marketing muy hábil. Pero de la número uno las imágenes son el Windows 98, el Boeing 747 o el último megahit de Hollywood. No es casual que Schroeder y Obuchi, el premier japonés, hayan enfatizado en sus campañas que eran los portadores de un cambio que no tenía otro modelo que el del país que los derrotó en la Segunda Guerra Mundial.

Títulos públicos



	PRECIO		VARIACION (en porcentaje)		
	Viernes 05/02	Viernes 12/02	Semanal	Mensual	Anual
Bocon I en pesos	119,500	123,000	2,9	2,9	1,5
Bocon I en dólares	122,500	124,750	1,8	2,8	1,6
Bocon II en pesos	99,600	102,400	2,8	3,4	1,9
Bocon II en dólares	116,000	118,500	2,2	3,5	0,1
Bónex en dólares					
Serie 1989	98,700	98,350	-0,4	-0,4	-1,6
Serie 1992	98,400	96,400	-2,0	0,7	0,2
Brady en dólares					
Descuento	72,625	73,250	0,9	0,7	-1,2
Par	69,750	70,625	1,3	-0,2	-2,2
FRB	81,625	83,750	2,6	2,5	-2,1

Los precios son por la lámina al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Cuál será la estrategia de Brasil

"Tendrán una agresiva política exportadora"

En una entrevista con **Cash**, el secretario de Agricultura, Gumersindo Alonso, evalúa el impacto de la devaluación del real.

Por Aldo Garzón

"Más allá de valorar si algunos sectores son o no competitivos, vamos a defender nuestra producción primaria y alimentaria", aseguró a **Cash** el secretario de Agricultura y Ganadería, Gumersindo Alonso. Antes, se le recordó al funcionario la afirmación del ministro Roque Fernández en un reportaje a **Página/12**: si algún rubro no es eficiente, va a desaparecer. El hecho es que, incluso sin subsidios de parte de Brasil, la producción de carne de cerdo, pollos o azúcar de ese país, colocada libremente en el mercado local, provocaría un colapso en esos mismos sectores de la Argentina.

Alonso reconoció que han entrado pollos brasileños a 70 centavos el kilo, con un precio final en la góndola de 90 centavos. Y le preocupa, por otra parte, las dificultades que encuentra el sector lácteo para seguir exportando a Brasil en los niveles en que lo venía haciendo. En estos días, en que la dependencia argentina de la demanda brasileña se hizo más evidente, también desde la Secretaría de Agricultura se está mirando hacia otros mercados.

Con el Instituto de Promoción de Carnes todavía en pañales, Alonso anticipó que no sólo se va a poner en marcha ese importante instrumento de marketing (externo e interno) "en las próximas semanas", sino que también se está proyectando algo similar para los lácteos. Hasta ahora, las dificultades para crear el Instituto de Promoción de Carnes, que se viene gestando desde hace un par de años, han tenido más que ver con una cuestión de representación en el futuro directorio que con otros aspectos más relevantes. Los propios productores e industrializadores de la carne lo financiarán.

Alonso, quien hace pocos días estuvo en Costa Rica, dijo a **Cash** que inició conversaciones para "importar de ese país café verde, gourmet u orgánico, que son tres variedades que no tiene Brasil, y, en contrapartida, exportarle carne argentina". Costa Rica sería, así, la primera puerta que se abriría a las carnes argentinas en América Central, zona en donde se exige riesgo cero en materia de aftosa, como en México y Japón. La apertura de ese mercado se daría después del 30 de abril, cuando la Argentina abandone la vacunación contra la aftosa.


Gumersindo Alonso, secretario de Agricultura y Ganadería.

En relación con la caída de la demanda en Brasil, el funcionario estimó que el vecino país "seguirá comprando trigo y harinas de la Argentina", pero reconoció que la necesidad de divisas y el aumento de la inflación incrementarán el saldo exportable de algunos productos brasileños que compiten con los argentinos en los mercados internacionales, como es el caso de la soja, con la consiguiente depresión de las cotizaciones. "Va haber una agresiva política exportadora por parte de Brasil", dijo.

Sin embargo, Alonso confía en que el sector agrícola no retrocederá. "En agosto pasado, cuando se estaba definiendo la intención de siembra, no había precios internacionales muy estimulantes, a pesar de lo cual la reducción del área sembrada para esta campaña fue de sólo el 4 por ciento". La caída del 30 por ciento en la producción de trigo, según Alonso, no se dio en las zonas netamente trigueras, sino en aquellas en donde este cereal es un cultivo alternativo. "Esto se compensó con un aumento del 13 por ciento en el área sembrada de girasol y del 6 por ciento en la soja", explicó.

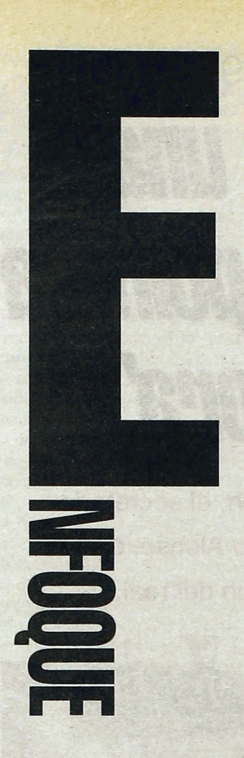
Leche: *Alonso está preocupado por las dificultades que encuentra el sector lácteo para seguir exportando a Brasil en los niveles en que lo venía haciendo.*

Plan Brady para el campo

El secretario de Agricultura, Gumersindo Alonso, dijo que "es un tema ya decidido" la refinanciación, por parte del Banco Nación, de deudas atrasadas con esa entidad por más de 400 millones de pesos, la gran mayoría de las cuales corresponden al sector agropecuario. El último retoque al proyecto, que ya cuenta con el visto bueno del ministro de Economía, consistió en ampliar el tope del monto refinanciable de 100 a 150 mil pesos.

Los morosos deberán comprar un bono al 13,5 por ciento del valor nominal de su deuda y dejarlo en garantía en el banco. Con ese instrumento cancelarán el capital de lo adeudado en 20 años, lapso en el que pagarán un interés del 12,5 por ciento, que bajará hasta el 8 por ciento. "Pero también se dispuso incorporar a los deudores morosos de cédulas hipotecarias rurales, que es un sector importante", agregó Alonso.

Por Federico Poli*
y Miguel Peirano **



En un trabajo reciente (*El flujo de capitales, la liquidez internacional y las reformas estructurales en Latinoamérica*, del Centro de Estudios para el Desarrollo) realizamos un análisis de las causas del ingreso de capitales a América latina en la década del 90. Este proceso es de una relevancia fundamental debido a la incidencia que tienen los fondos externos en la expansión económica de la región.

Pueden ser claramente distinguidos dos enfoques acerca de los motivos del ingreso de capitales a la región. El primero hace hincapié en la atracción ejercida por los países de América latina a raíz del proceso de reformas económicas (enfoque de la demanda). Para el segundo, los factores más relevantes para explicar el ingreso de capitales a la región son la elevada liquidez mundial, y como consecuencia, el bajo nivel de la tasa de interés internacional prevaleciente en la década del 90 (enfoque de la oferta). Este último es el que se pretende demostrar en el trabajo.

La elección de uno u otro enfoque no sólo resulta significativa para establecer si el ingreso de capitales se debe a los "méritos" de cada país o a un fenómeno universal, sino también para estudiar la sostenibilidad de los déficit de cuenta corriente de la mayoría de estos países. Si uno confía en el enfoque de la demanda, basta profundizar las reformas económicas para seguir atrayendo capitales para financiar el déficit externo. Por el contrario, si uno suscribe el enfoque de la oferta, debe reconocer que el financiamiento del déficit externo está sujeto a las cambiantes condiciones financieras internacionales.

La liquidez mundial y el nivel de la tasa de interés internacional están determinados por los excesos de oferta de ahorro en los países desarrollados y, en consecuencia, por las políticas monetaria y fiscal de éstos.

La recuperación de las economías industriales y la reducción del déficit fiscal de EE.UU. fueron determinantes para el incremento de la liquidez mundial en los 90. Los valores de las tasas de interés internacionales son un dato relevante. En tanto la tasa Libor a 180 días pasa de un promedio de 12,31 por ciento anual en el período 1/80-12/85 a un promedio anual de 5,56 por ciento en el período 1/90-5/97, la tasa anual de los Bonos a treinta años del Tesoro de EE.UU. registra promedios de 11,98 por ciento en el período 1/80-12/85 y 7,14 por ciento en el período 1/91-12/97. Este incremento de la liquidez internacional determina un aumento del flujo de capitales hacia los países en desarrollo. El promedio anual del flujo de fondos privados hacia estos países se incrementó un 550 por ciento entre los períodos 1983-88 y 1989-95, al pasar de U$S 15.800 a U$S 103.300 millones.

Se registraron aumentos en todas las regiones al comparar los períodos mencionados. Por ejemplo en América latina y el Caribe el promedio anual pasa de U$S 2000 millones (salida de capitales) a U$S 33.300 millones y en Asia el promedio anual de U$S 11.900 millones a U$S 51.800 millones (lo mismo ocurre en Medio Oriente, Europa y África).

La inversión de cartera incrementa su participación de 35% en 1983-88 a 59% en 1989-95. En este último período, Asia sigue siendo el principal destino de los flujos de capitales privados (42% del total) seguido por América latina (33%). Este último es el principal destino cuando se toma en cuenta únicamente la inversión de cartera.

Los principales destinos de los capitales privados en América latina en el período 1990-96 fueron Brasil (promedio anual de U$S 16.555 millones), México (U$S 12.361 millones) y Argentina (U$S 8426 millones).

El incremento del flujo de capitales se produjo para todos los países de la región, verificándose incluso algunas de las mayores tasas de crecimiento de ingresos de fondos en los países que menos habían avanzado en las reformas. El nivel de reformas sí tuvo influencia en la composición del flujo de capitales, en gran medida a causa de las privatizaciones. En 1998, los flujos de Inversión Extranjera Directa se concentraron en Brasil (41%), México (13%), Colombia (10%), Argentina (9%), Venezuela (9%), y Chile (8%). La inversión de cartera se concentró en el período 1990-96 casi exclusivamente en Brasil (promedio anual de U$S 13.188 millones), México (U$S 5979 millones) y Argentina (U$S 5225 millones). Los dos primeros integran el grupo de reformadores lentos.

El incremento en el flujo de capitales en la década del 90 permitió a la región mejorar su desempeño económico en relación con la década del 80. La tasa media anual de crecimiento del PBI pasó del 1% en 1981-90 a 3,5% en 1991-97.

En definitiva, el contexto internacional favorable repercutió de distinta manera en los distintos países, en función de las políticas adoptadas en los mismos. El grado de reforma económica no tuvo mayor influencia en el flujo de capitales recibido por los distintos países, pero sí en la composición de este flujo y en el crecimiento económico alcanzado por las economías de la región.

Es evidente que en la primera mitad de los 90 el financiamiento fluyó abundantemente hacia los países emergentes entre ellos los latinoamericanos, dada la situación monetaria fiscal de los países centrales. Estos capitales externos sirvieron para sostener los abultados déficit en cuenta corriente de la región. El futuro económico en el nuevo escenario internacional requiere fortalecer el sector exportador y sustitutivo de importaciones para reducir la exposición de nuestra economía al humor de los mercados financieros internacionales.

** Asesor Comité Ejecutivo UIA.*
*** Jefe Departamento Economía UIA.*

El baúl de Manuel

Por M. Fernández López

Wassily Leontief (1906-1999)

Nació el 5 de agosto de 1906 en San Petersburgo, donde pasó su infancia y juventud y donde su padre era profesor de economía. Le quedaron grabados como recuerdos indelebles: el país sumido en profundo luto por la muerte de León Tolstoi; el silbido de balas perdidas en los primeros días de la Revolución de Febrero; Lenin hablando en una concentración masiva en el frente del Palacio de Invierno. Entró a la Universidad de Leningrado en 1921. Luego de estudiar filosofía, sociología y por último economía, obtuvo el título de economista docto en 1925. Continuó estudios en la Universidad de Berlín, con Werner Sombart y Ladislao Bortkiewicz, y obtuvo el doctorado con una tesis sobre "Economía como circuito". Como miembro del Instituto de Economía Mundial de la Universidad de Kiel, entre 1927 y 1930 trabajó en la derivación estadística de curvas de demanda y oferta. Interrumpió este trabajo académico en 1929 por la actuación durante un año en China como consejero del ministro de Ferrocarriles. En 1931 pasó al N.B.E.R. (Oficina Nacional de Investigación Económica) en Estados Unidos. Persuadido de que el análisis parcial no proporcionaba una base suficientemente amplia para una comprensión fundamental de la estructura y funcionamiento de los sistemas económicos, empezó a formular una teoría del equilibrio general capaz de comprobación empírica. En 1932 entró a la Universidad de Harvard y recibió apoyo para compilar los primeros cuadros de insumo-producto de la economía estadounidense para 1919 y 1929. En 1935 comenzó a utilizar en gran escala la máquina de computación mecánica. En 1941 se publicó su *Estructura de la Economía Estadounidense, 1919-1929*. Siguió trabajando en el desarrollo de la teoría de insumo-producto y en sus aplicaciones. Desde 1943 empleó la Mark I, primera computadora electrónica a gran escala. En 1946 fue designado profesor titular. Organizó en 1948 el Proyecto de Investigación Económica de Harvard, que dirigió hasta 1973, año en el que obtuvo el Premio Nobel en Economía. En 1975 se jubiló de Harvard y pasó a la Universidad de Nueva York. Fue amigo de la Argentina. Nos visitó en 1961 y dio dos conferencias y un seminario en la Facultad de Económicas de la UBA. Se interesó por los trabajos del BCRA en insumo-producto. Por su iniciativa se publicó en inglés el estudio de Barral Souto de 1941, anticipador del enfoque de programación lineal.

Rolf Mantel (1934-1999)

Nació el 19 de octubre de 1934, en la ciudad de Buenos Aires. Ya en la escuela secundaria se apasionó por la matemática. Mientras cursaba la carrera de contador público en la UBA lo tuvo de profesor de Economía a Julio H. G. Olivera, quien lo invitó a integrar sus seminarios de Análisis Económico (1958-61) en la Facultad y el seminario de Análisis Monetario en el BCRA (1959-61). En 1961 se recibió y pasó a estudiar en Yale (1961-65) con becas de Conicet y OEA. Obtuvo el M.A. en Economía en 1964 e hizo su tesis doctoral sobre "Una prueba constructiva de la existencia del equilibrio en una economía competitiva", publicada y premiada por Yale. Se incorporó al Instituto T. Di Tella en 1965-82, donde fue su director (1968-69). Como docente, entró a la UCA en 1966 y actuó como investigador en 1974-81. En la UBA en 1969 ganó la titularidad de Teoría de la Política Económica y en 1981 la de Planificación y Evaluación de Proyectos. En 1982 fue electo miembro titular de la Academia Nacional de Ciencias Económicas y pasó al CEMA como investigador senior y docente. En 1990 se incorporó como profesor plenario de la Universidad de San Andrés, donde fue director de su Departamento de Economía y había vuelto a serlo últimamente. Allí enseñaba Microeconomía, Asignación de Recursos, Optimización de Recursos y Macroeconomía Avanzada. En forma paralela, universidades como Harvard, Yale, Chicago y Northwestern lo tuvieron como profesor invitado e investigador. Estaba ligado a la principal organización científica mundial, la Econometric Society, cuyo selecto Council integró en 1970-72, 1975-77, 1979-81, 1982-84, 1989-91 y 1992-94. La Universidad Nacional de Tucumán le otorgó el Doctorado Honoris Causa en 1988. Gran amigo del profesor de Harvard Andreu Mas-Colell, éste incorporó recientemente el "Teorema de Sonnenschein-Mantel-Debreu" en su voluminoso *Microeconomic Theory* (1995). Amaba la computación y construyó algoritmos para estimar modelos de equilibrio general, análisis dinámico y análisis económico-financiero en microcomputadoras. No había congreso, comentario de trabajos o doctorado que no solicitasen su opinión. Sus publicaciones científicas superaban el centenar. Su calidad fue reconocida en los centros mundiales más exigentes. Eran, según dijo una vez Olivera, "como la flecha de Evandro, que ascendiendo siempre se transforma en estrella".

Banco de datos

IRSA

El brazo inmobiliario de Soros en Argentina, Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima, mostró utilidades netas por 19,7 millones de pesos durante su ejercicio semestral finalizado el 31 de diciembre último. Esas ganancias representan un incremento del 23,1 por ciento sobre las obtenidas en el mismo período del año anterior. Las ventas también mostraron un comportamiento positivo al alcanzar los 99,9 millones de dólares con una mejora interanual del 43,5 por ciento. Y las rentas de los inmuebles en alquiler aumentaron en este semestre a 11,8 millones. En tanto, la tasa de ocupación del portfolio de oficinas se mantuvo en el ciento por ciento. En este período IRSA incorporó el shopping Abasto a su cartera que ya suma ocho centros comerciales, los cuales le produjeron ganancias netas por 9,3 millones. La empresa prevé que la devaluación brasileña podría afectar las ventas de sus centros comerciales y propiedades.

BANCO SUQUIA

La entidad financiera del grupo Roggio cerró su balance trimestral al 31 de diciembre último con una ganancia de un millón de pesos. Esta utilidad representa un fuerte retroceso del 71,4 por ciento respecto a la del trimestre anterior y del 81,4 inferior con relación a la de igual período de 1997. De acuerdo a la entidad cordobesa, la caída obedece principalmente al previsionamiento de 10,9 millones de pesos para sostener los índices de calidad de su cartera de préstamos. Esto es así frente al previsible aumento de la morosidad a partir de la devaluación de Brasil. Sus depósitos ascendieron a 1098,3 millones de pesos, un monto similar al del cierre del año anterior, pero un 9,3 inferior al trimestre previo. El patrimonio neto del Suquía –157,6 millones de pesos– mejoró un 11,1 por ciento entre diciembre de 1997 y el mismo mes del '98. El banco cuenta con una red de 90 sucursales, 23 centros de atención y 94 cajeros automáticos.

TELEFONICA

La licenciataria de la zona sur del país exhibió ganancias netas por 138 millones de pesos al concluir su balance trimestral octubre-diciembre de 1998. Esa performance implica una reducción del 2,1 por ciento respecto a igual período de 1997. Las ventas en ese lapso aumentaron el 2,1 por ciento, alcanzando los 874 millones. Durante el año pasado sus clientes de telefonía celular en sus dos empresas –TCP y Miniphone–, tras crecer el 10 por ciento, superaron los 840 mil. Y los teléfonos públicos instalados sumaron 72 mil, un 24,6 por ciento más que a finales del '97. En el último trimestre del año pasado la inversión consolidada de Telefónica de Argentina fue de 218 millones. Según la empresa, desde que asumió su actividad en noviembre de 1990 acumuló inversiones por 6798 millones de pesos.